

チェコ・スロヴァキアにおけるクーポン 私有化の一考察

池 本 修 一

はじめに

チェコ・スロヴァキアでは、1989年11月の「ビロード革命」により成立した新政権において、マネタリズムを信奉する経済学者クラウスが蔵相に就任し、経済自由化政策、緊縮財政金融政策およびクーポン方式私有化の3つを柱とする急進的経済改革に着手した。その目的は短期間で資本主義経済体制に移行しようとする点にある。ポーランドやロシアで当初の急進的改革が見直されている中で、93年1月のチェコとスロヴァキアの分離以降も、チェコではクラウスが首相になって大筋において急進的経済改革路線を引き続き実施してきた。

クラウス、バルツェロヴィッチ（元ポーランド蔵相）及びガイダル（元ロシア首相代行）ら、ロシア・中欧諸国の急進改革派は、経済自由化政策、緊縮マクロ経済政策の実施と同時に国有企業の私有化の早期実現を強調する。彼らが私有化を強調するのは、国有企業の私有化が経済改革措置の中で最も困難であり、その遅延が経済改革そのものを失敗させる恐れがあるものと見なしているからである。このような見解に基づいてチェコにおいては、株式と交換できるクーポンを国民に配布し、一挙に国有企業の私有化を推進しようとする、クーポン私有化（Kuponová Privatizace）が導入された。国民総株主をキャッチフレーズに一般国民を私有化に参加させることに成功し、第1期株売却は92年末に終了した。しかしそこでは、国民の株売買の補助

機関として当初位置づけられていた投資ファンド (Investični fond) がクーポンの70%以上を集め、私有化された企業の大株主となって国民経済全体に大きな影響力を持つに至り、クラウスら政策担当者が予期しなかった新たな所有構造が生まれつつある。

我が国においてもチェコ・スロヴァキアのクーポン方式が、早くから注目され、検討されてきたが、クーポン私有化の結果まで考慮に入れて、その過程全体を詳細に分析した研究はこれまでのところ皆無である¹⁾。そこで本論では、チェコ・スロヴァキアが旧ソ連・東欧諸国で逸早くクーポン方式を導入するに至った背景・要因・実施過程及び成果について、とりわけ投資ファンドの役割に留意しながら考察したい。なおここでは紙幅の都合上、チェコとスロヴァキア分離前の第1期売出しに焦点を絞るが、分離後のチェコの状況も第1期売出しの延長上にある。

1 クーポン私有化導入の要因

1989年11月にチェコ・スロヴァキアでは社会主義体制からの脱却を目指す新政権が成立し、90年5月に、急進改革を前提とした経済改革プログラムを発表した(経済新聞 [22])。その骨子は、①価格の自由化、②貿易の自由化、③通貨交換性の回復、④インフレ抑止のための緊縮財政金融政策、⑤個人企業・株式会社の設立と国有企業の私有化、である。

同プログラムはポーランドやロシアで当初発表された急進的改革プログラムと軌を同じくするもので、自由主義的な市場メカニズムを重視した新古典派的アプローチに基づいており、クラウスも上記プログラムをパッケージとして早期に同時並行的に実施する必要性を強調した(池本 [34] pp. 111-115)。特に私有化に関しては、政府内で私有化実施計画の検討・作成が進められ(クラウス他 [4])、90年9月に発表された「経済改革シナリオ」では「生産手段の私有化は市場経済制度の基盤であり、そのため非国有化と私有化は経済改革に不可欠である」(経済新聞 [14])と述べられ、私有化の役割が強調された。

クラウスは90年3月に初めて国有企業の私有化に言及しており(経済新聞 [21]), それは国有企業を公益企業, 一般企業, 地方企業に分類し, 主に一般企業を国有株式会社に転換させ, 次にその株を民間に売却するというものであった。ここまではハンガリーで議論され, すでに実施されていた標準的方法にすぎないが, さらに株の売却方法として一般的な競売, 内外の投資家への直接売却等の他に, クーボン方式を提言したことが注目された。この方式がこれまでの標準的私有化方法と全く異質であったからである。

クーボン方式とは, 18歳以上の希望する国民に国有株式会社の株式との交換性を持つクーボンを配布し, 国民に自分の意思で株式を注文・購入させるというものである。クーボン方式導入の最大の根拠は, 標準的方式では国内資本が極端に不足しているため国有資産の民間への売却が困難で長期を要することになるのに対して²⁾, クーボン方式によれば早期に私有化が達成されるという点にある。

そこでクーボン私有化採用のその他の論拠を整理すると, 以下の7点に要約できる。

- ①非効率的な国有企業の私有化が遅れば, それだけ国民経済全体のコストが増し, 社会的・経済的緊張が高まる(クラウス [3])。
- ②早急な私有化が実施されなければ, 国有企業は私有化への抵抗を強める³⁾。
- ③早急な私有化は企業の所有権を明確化させる⁴⁾。
- ④共産党政権が1948年以降に国有化した生産手段を国民へ返還するだけでなく, 私有化に国民を幅広く参加させることができる⁵⁾。
- ⑤国有企業の国民経済に対する割合がハンガリーに比較して大きく(チェコ97%, ハンガリー70%といわれている), ハンガリー方式は技術的に実行不可能である⁶⁾。
- ⑥資本市場が存在しない現状で国有企業の資本評価が困難である(クラウス [3])。
- ⑦外国資本にとっては私有化が進んだ経済への参入がより容易である(ク

ラウス [3]).

他方、クーポン私有化を疑問視する意見も根強くあった。チェコ・スロヴァキアでは89年末以降、政府内で経済改革の方法を巡って急進的实施を主張するクラウス蔵相及びドロフィー国家計画委員会議長・副首相と段階的改革を主張するコマレク第一副首相との間に対立があった(池本 [34] pp. 105-111)。段階的改革派の立場からすると、国有企業私有化をクーポン方式で実施することは問題外であり、その批判の概略は以下の点にあった。

- ①国有企業の私有化は時間をかけて慎重に個別に実施すべきである⁷⁾。
- ②クーポン私有化は結果的に企業情報を独占する人々に資本が集中し、その他大部分の一般人は多くを得られない(シーク [26])。
- ③企業資産評価が早急すぎ、安易に低い評価で売却する可能性がある(コマレク [29])。
- ④安易なクーポン配付は、ポピュリスト的である(人民新聞 [25])。
- ⑤企業家、株主の自覚は一夜では形成できない⁸⁾。
- ⑥法的な私有化よりも企業のリストラクチャリングが重要である(ブルバ [28])。
- ⑦早急に私有化しようとしても、企業が個別私有化計画を作成するには準備不足である(経済新聞 [23] [24])。

ところでクーポン方式の起源については諸説があるが、元チェコ共和国所有権移転省(以下、私有化省と略す)大臣イェジェクへの聞き取り調査によると、蔵相顧問トジスカとイェジェクが、90年2月上旬にクラウスから私有化方法の具体的施策の作成を依頼されて二人で協議した際に、第2次世界大戦後、同国で実施された食料配給のクーポン制を参考に、国有企業の株式を配布する方法を発案し、クラウスにクーポン方式を提案したところ、その時には同方式が非現実的であるとして一笑に付したクラウスが、まもなくして逆に、彼らに対してクーポン方式導入の具体的方法作成を要請したとのことである。クラウス自身がクーポン方式の発案者でないことは確かであるが、彼がこのようにクーポン方式の利用を考えはじめた背景には、90年6月に

予定されていた総選挙における支持獲得への考慮があったと推測される⁹⁾。

さらに、このような政治的事情の他に、経済改革の進め方に関するクラウス見解の変化が注目される。彼は当初、私有化を含む急進的改革を念頭に置いていなかった。例えば、「ピロード革命」直前にミュンヘンで開催された国際会議において、当時科学アカデミー予測研究所研究員であったクラウスは、「我々はいかなる急進主義にも反対する。なぜならば急進主義は社会全体に極めて有害で……非生産的な断絶につながるからだ。……市場の注意深い育成が必要である。なぜならば公的部門の組織が廃止または弱体化すると同時に、私的部門がそれにすぐ取って代わるというのは、真実ではないからである」と論じている(クラウス他 [5] pp. 17-18)。このように「ピロード革命」前のクラウスは急進的経済改革自体に懐疑的だったのであり、大蔵大臣就任後の発言に見られる彼の考え方と大きな隔りがある。彼の公式発言における変化の背景には、彼の置かれた政治的立場の変化や、急進改革を要求するIMF・世界銀行など国際機関の影響を垣間見ることができる。また彼がクーポン方式採用を決意した背景には、そうした考え方の変化を前提として、上記の国内資本不足を含めた①～⑦の要因が重視されるに至った事情があると思われる。

なお、チェコにおける私有化で重要な役割を果たした投資ファンドへの具体的批判は、株の売出し以前の段階では見られなかった。クーポン方式推進・反対両派ともに当初は投資ファンドが、大きな存在になるとは予想していなかったのである。

2 クーポン方式の導入と実施過程

(1) 関連法整備

クラウスは国有企業の私有化を早急に実施すべく、その法的基盤となる「国家資産移転法」(以下、大私有化法と略す)の制定を急いだが、連邦議会でクーポン方式への賛同がなかなか得られず、91年2月になってようやく採択された([15] [16])。こうして91年秋からクーポン私有化が本格的に

実施される運びとなった。しかし国有企業は早急に私有化計画を管轄省庁に提出しなければならず、さらに私有化を担当する私有化省の職員数は極めて少ないのが現状であった¹⁰⁾。

続いて9月に、連邦大蔵省はクーポン方式に関する政令を公表した（〔11〕〔12〕）。その骨子を要約すると次のようになる。すなわち、①クーポンは、1000点から構成され、全国の郵便局において35コルナで購入し、手数料として1000コルナの収入印紙を貼って登録する。②1人2冊子以上の購入はできない。③管轄省庁である私有化省は企業提出の私有化計画に従い、各企業の売却予定株式数を公表し、それによって個人または投資ファンドが持ち点の枠内で注文を行う。④しかし特定の企業に注文が集中した場合は取引が中止され、株価が引き上げられて株式売却計画が再度公表される。このように市民の受け取るものが、ロシアと違って額面価格のついた有価証券ではなくて、売買できない点数であるところにチェコ・スロヴァキアのクーポン方式の際立った特徴がある。

そして第1期株売出し直前の92年4月に、投資ファンドの活動を規定する「投資会社・投資ファンド法」（以下、投資ファンド法と略す）が制定された。当初、政府は投資ファンドがクーポン方式で大きな存在になろうとは予想していなかったため、投資ファンドの活動に関して充分検討せず、法整備への対応も不十分であった。たとえば同法においては、①投資ファンドは特定の数社に注文を集中してはならず、少なくとも10社以上に注文を分散しなければならない、②投資ファンドは一企業の株式の20%以上を購入することができない（24条）、との具体的な株購入の規制が盛り込まれているが、西側先進国の経験が示すように、一企業の株を20%保有すれば、企業経営に大きな影響を与える大株主となりうる場合が多いのであって、同法は投資ファンドによる企業支配の可能性をこの点からも排除していなかった（〔17〕）。

また同法にはファンドの社長または幹部への私有化関連官庁の官僚の「天引き」規制が明記されていないため、政府の関係者が投資ファンドの幹部に

就任する例が見受けられた。さらに同法には、企業資産等の企業内容開示規定、顧客（クーポンを委託した市民）とのトラブルの処理方法、企業責任者（社長、企業幹部）の経歴の明示、業務手数料の明記などの規定がなく、不良投資ファンドを規制できない等、制定過程から同法の問題点を指摘する声が多かった（メイストジーク [6] p.20, ムラーデク [9] p.16）。

このような批判に対してイェジェクは、①政府の予想以上に投資ファンドが設立され、ファンドそのものに対する認識が政府内で不足していたため、その対応に遅れたこと、②投資ファンドが今後、どのような行動をとるか、どのような問題が提起されるか予想できなかったこと、③経済法、株式会社法など他の経済関連法との整合性を十分に検討する時間がなかったこと、④自由主義路線に従い、企業の規制緩和を提唱していたクラスラウスら急進改革派は投資ファンドを規制することに積極的でなかったこと、などの理由によって、投資ファンド法が玉虫色のものになったと述べている¹¹⁾。

(2) クーボンの配付とクーポン・フィーバー

1991年10月1日からクーポンの配付が全国の郵便局で開始されたが、国民の反応は鈍く、クーポン登録の出足は遅かった。ところが12月中旬時点で70万人であったクーポン登録者数が、翌92年1月末には820万人（有資格者は1000万人弱）に激増する予期せぬ事態が発生した。そのためクーボ

第1表 クーボン購入の月別割合 (%)

	チ ェ コ	ス ロ ヴ ァ キ ア
1992年11月	2.9	2.0
12月	4.4	3.4
1993年1月	88.1	89.1
2月	4.6	5.5

(出典) "PRVÁ VLNA KUPONOVÉ PRIVATIZACE V ČÍSLECH A FAKTECH" Centrum Kupónové Privatizace, 1994.

第2表 投資ファンド数と委託者数

	チェコ	スロヴァキア	合計
投資ファンド数	264	165	429
委託者数(万人)	445	169	614
うち チェコ人	430	3	433
スロヴァキア人	15	166	181

(出典) 第1表と同じ。

ンの印刷が間に合わず、当初1月末と定めたクーポン購入期限を1カ月延期することとなった(第1表参照)。この「クーポン・フィーバー」の仕掛人は、12月末より連日にわたって、テレビコマーシャルと2万人のセールスマンの戸別訪問を行い、「1000コルナのクーポンを1年間で10倍にする」とのふれこみで実績を伸ばしたハーバード・キャピタル・アンド・コンサルティング社である。同社の成功を機に投資ファンドが注目されるようになり、92年5月時点で429ファンドが設立された。

ところで投資ファンドは、どの企業の株をどれだけ注文すればよいかなど、株売買のノウハウ、企業の経営状態の知識が絶対的に不足している一般国民から、クーポンの委託を受けて株の売却等の運営を行う株式会社であり、情報・営業など既成のネットワークや専門家を有する金融機関によって設立された大規模ファンドと、一攫千金をもくろむ個人が設立した小規模ファンドとに大別される。クーポンを登録した多数の市民は、クーポンを投資ファンドに委託してその代わりに投資ファンドの株券を受け取った(第2表参照)。しかしその中には、クーポンの価値が10倍になるとの誘い文句を鵜呑みにして投資ファンドにクーポンを委託したケースが少なくなかった。

こうして投資ファンドは、クーポン私有化のなかで一躍大きな存在となり、同国の成人の約80%(840万人)が取得したクーポンの約70%が投資ファンドに集中するに至り、投資ファンドの株注文の動向が、株価に大きく影響することになった。

獲得したクーポン点数から見ると、1億点以上のファンドが13社あり、

第3表 獲得点数規模別投資ファンド数

獲得点数	1億点以上	1千万～1億点	5百万～1千万点	5百万点以下
ファンド数	13	65	43	308

(出典) Hospodářské Noviny, 22 V 1992.

第4表 投資家グループ別獲得点数と株数(第1期)

投資家グループ名	ファンド数	獲得点数 (千点)	全点数に占める割合%	獲得株数 (千)	総供給株数に占める割合%
チェコ貯蓄銀行	1	950,432,200	11.1	21,376,611	7.7
投資銀行	12	724,123,600	8.4	13,594,068	4.9
ハーバード・グループ	8	638,548,000	7.4	15,225,108	5.5
総合信用銀行	1	500,587,700	5.8	11,985,444	4.3
商業銀行	1	465,530,300	5.4	11,931,808	4.3
チェコ保険会社	1	334,040,900	3.9	7,623,311	2.7
スロヴァキア投資会社	1	187,917,000	2.2	6,400,000	2.3
スロヴァキア貯蓄銀行 VSZ 鉄鋼会社	4	168,864,400	1.9	7,707,865	2.8
クレジタンスタルト	2	166,256,000	1.9	3,610,773	1.3
スロヴァキア投資銀行	12	145,128,400	1.6	4,432,770	1.5
第1私有化ファンド	4	117,624,000	1.3	4,920,213	1.8
ジブノステンカ銀行	1	117,541,500	1.3	1,885,287	0.7
スロヴァキア保険会社	6	116,682,500	1.3	4,362,299	1.6
農業銀行	17	111,087,900	1.3	3,941,916	1.4
14グループ全体	71	4,744,364,000	55.5	119,149,916	42.8
全ファンド獲得点数	429	6,134,978,000	71.8	175,979,880	63.3
総ポイント		8,541,000,000	100.0	277,800,000	100.0

(出典) ムラーデク [9] p. 22, メイストジーク [7] p. 11, メイストジーク他 [8] pp. 16-17, 及び [20] をもとに筆者が作成。

(注) 総合信用銀行, スロヴァキア投資会社, スロヴァキア投資銀行の獲得株数の数値が資料によって異なり, 各グループの総計と14グループ全体の獲得株数とに誤差があるが, それ以外のグループ及び14グループ全体の獲得株数は確認済である。従ってここでは上記3グループの数値はムラーデク [9] を参考にした。

それはハーバード社を除くと全て金融機関が設立したもので、全点数の約55%を占めた。それに対し個人が設立した小規模ファンドを見ると、500万点以下のファンドが、308社と全ファンドの72%を占めている。しかし同一の組織や人物が複数のファンドを設立しているため、投資ファンドを投資家グループ別に分類する必要がある(第3表、第4表参照)。

(3) 株の売出し

実際の株の売出しと注文は、まず投資家がクーポンに希望企業の株に何点振り向けるか記入し、それを全国の郵便局または直営のクーポン私有化事業所で登録し、ついでそれを私有化省下のクーポンセンターが集計して、各企業の売出し株数と調整するというものである。各企業がどれだけ株を売り出すか、またどれだけ注文があったかは、同センターがテレビ・ラジオ・新聞等を通じて国民に伝達した。

第1期は5回に分けて株が売出され、第1回の売出しは予定より5カ月遅れて92年5月18日に始まった。第1期では854万人がクーポンを購入したため、総数約85億点が需要サイドにあり、他方、売却される資産の総計は約2兆9000コルナとなり(供給サイド)、一人当たり約33000コルナ相当の国有資産が、国家から市民へ移転される予定となった。最初の売出し株価は、上記の資産分配の計算から全企業3株100点と統一された。投資家の株の買い注文は、ブラハヤカルロピバリなどの観光・保養地のホテル・保養施設の他、ビール・ワインなど醸造企業、ガラス製造会社など輸出競争力のある企業に集中し、対照的に社会主義政権時代に優先投資されていた電機、重機械、鉄鋼、化学などの重厚長大産業の注文は少なかった。さらにスロヴァキアよりチェコの企業の株に人気が集まった([20])。

こうして第1回目売り出しでは買い注文数の37.9%の売買取引が成立し、とりわけ投資ファンドの注文が個人投資家の場合よりも成立の割合が高かった。これは投資ファンドの場合は、注文を多くの企業に適当に分散することが可能であったのに対して、手持ちが1000点に限られている個人投資

第5表 売出し回数別株の売買の内訳 (万株, %)

	売 り	注 文	成 立	注文成立の割合	
全体	1回	29,939	23,575	8,944	37.9
	2回	20,995	14,816	7,781	52.5
	3回	13,213	27,372	3,230	11.8
	4回	9,960	10,680	3,706	34.7
	5回	6,250	4,735	4,094	86.5
	残り	2,155			
個人投資家	1回		6,050	1,950	32.2
	2回		5,570	2,720	48.9
	3回		15,170	1,290	8.5
	4回		5,340	2,000	37.5
	5回		2,660	2,210	83.3
投資ファンド	1回		1,752	6,990	39.9
	2回		9,250	5,060	54.7
	3回		12,220	1,950	16.0
	4回		5,340	1,700	31.9
	5回		2,080	1,880	90.5

(出典) 第1表と同じ。

家の場合は、一般情報によって人気企業に注文が集中する傾向があるのに、クーポン私有化の政令によって、買い注文が売出し株総数の125%を超えた場合には、取引が不成立と定められていたからである。そのため多くの個人投資家は人気企業の株を購入できなかったばかりでなく、2番人気グループの企業株も投資ファンドに買われてしまい、第2回目以降の売出しでも投資ファンドの買い戦術の後手に回ることとなった(第5表参照)。

第2回目の売出しでは、前回の売出しで注文が集中した企業の株価が上昇したため、平均株価が43.86点と第1回目より32%上昇した。とりわけ引き続きチェコの人気企業に株の注文が集中したが、個人投資家の注文は前回の教訓から、購入可能性の高い株へ流れたため、個人投資家の株売買成立の

第6表 私有化対象企業数

	企業数	株数
チェコ	943	206,424,419
スロヴァキア	487	90,111,742
連邦	61	2,857,121
合計	1491	299,393,282

(出典) 第1表と同じ。

(注) この数は私有化計画において分割される以前の私有化対象の国有企業数である。

確率は前回よりも上昇した。こうしたことから株買い注文の52.5%が売買成立した(第5表参照)。

第3回目は買い注文の少ない不人気企業の株売却の促進のため、該当企業の株価を当局が1株最低1.03ポイントにまで抑えて売り出した。この安売りによって買い注文が殺到し、注文超過による売買不成立が目立ち、売買成立は買い注文のわずか11.8%となった。第4回目以降は売れ残った企業の株式の売買が中心となった。注文数は個人投資家がはじめて投資ファンドを上回ったが、これは投資ファンドが1,2回目で有力企業の株をすでに注文し終えていたからに他ならない。

こうして第1期の株売出しは92年5月から12月まで実施され、売買が成立した株の受渡しは翌93年5月に行われた。クーポン式私有化によって売出し株数の93.7%に相当する約2億8000万株が売却され、これで国有資産の3分の1に当たる2兆8000億コルナが私有化されたことになる(第6表参照)。

以上のようにクーポン私有化の第1期は大きな混乱もなく終了した。人々の予想以上に投資ファンドが設立され、なかでも金融機関を中心とする14の巨大投資家グループの投資ファンドが、総点数の約55%、総供給株数の約43%を獲得して、大きな影響力を持つ存在となった点が、このクーポン私有化実施過程の顕著な特徴となっている(第4表参照)。

第7表 クーボン私有化企業949社の所有構造

	50%を超える	40%から50%以下	30%から40%以下	20%から30%以下	20%以下
個人投資家(全体)	272	139	148	180	210
投資ファンド(全体)	334	164	133	156	162
うち単一最大株主ファンド			9	93	847
上位2ファンド	2	23	294	354	276
上位3ファンド	85	194	264	210	196
上位4ファンド	196	212	197	164	180
上位5ファンド	272	198	152	160	167

(出典) メイストジーク他 [8] p.19をもとに筆者作成。

3 新たな所有構造の出現

このような投資ファンドによる株式所有を企業レベルで考察すると、クーボン私有化の実態が一層明らかとなる。第7表は私有化されたチェコにおける949企業の株式所有構造を調査したものであり、各主体が保有する株数の全体に対する割合と企業数が示されているが、同表によると各企業の20%以上の株を投資ファンドが保有するのは787社(全調査企業の82.9%)、50%以上の保有は334社(同35%)となっている。なかには1つの投資ファンドだけで30%以上の株式を保有するケースが9社もあり、投資ファンドがチェコの私有化プロセスで大きな影響力を持つ存在になったことが明らかとなっている。

さらに投資家グループ別に株式所有構造をみると第8表のようになる。ここでのケース1は単一または少数の大株主(投資家グループ)が全株式の50%を超えて保有している場合で、ケース2の場合も大株主の保有株式が全株式の50%以下で、個人小口株主の株式保有シェアが大株主よりも多い場合である。ケース1は明らかに大株主による企業支配の可能性がある。ケース2の場合も、個人小口株主が企業経営に無関心であるため、大株主グループは、たとえ保有株式シェアが30%だとしても、事実上、企業経営への

第8表 投資家グループ・投資ファンド別の株所有構造

	ケース1	ケース2	計
主要大株主（投資家グループ別）			
3グループ	279	574	853
4グループ	46	466	912
5グループ	536	383	919
主要大株主（投資ファンド別）			
3グループ	85	495	570
4グループ	196	477	673
5グループ	272	438	720

（出典）メイストジーク他 [8] p.23.

影響力を行使しうる。従って同表によると、投資家グループによる共同的企業支配の可能な場合が、実に調査企業 949 社のうち 919 社（97%）にも達しているのである。

ここには金融機関が投資ファンドの他に投資会社をも設立して、私有化企業の株式を投資ファンド法の規定（株取得割合の制限の 20%）を超えて保有し、少数の投資家グループが企業の大株主として企業に影響力を行使する可能性が見られる。このような状況について私有化の専門家であるメイストジーク・カレル大学助教授は、チェコモデルでは信用供与を通じた銀行による企業支配と、銀行の子会社である投資ファンドの株所有を通じた企業支配との 2 つのチャンネルが成立しており、これはアメリカモデルよりもドイツや日本モデルにより近いのではないかと指摘している（メイストジーク [7] p. 15）。

たしかに投資ファンドは、金融機関によって設立されているため、単に配当の獲得やキャピタルゲインを追求するだけでなく、長期的視点に立って企業モニタリングを行う存在になる可能性がある。また市場経済への移行期においては、証券市場が未発達であるため、慢性的な資金不足に悩む企業は銀行からの金融に頼らざるを得ず、その場合有力株主となった投資ファンドの

第9表 金融機関間の株の持ち合い (%)

	チェコ貯	投資銀行	商業銀行	チェコ保険	ジブ銀	総合信用	スロ投	スロ保険
チェコ貯蓄銀行		0.5	4.9	2.0	5.0			
チェコ投資銀行	8.8	17.0	10.8	4.1	10.4		0.4	
商業銀行	3.9		3.4			4.2		
チェコ保険会社	0.2	3.0	0.7	1.0	4.0			
ジブノステンカ銀行								
総合信用銀行	1.6	3.5	4.3		2.5	10.8	4.1	
スロヴァキア投資銀行	0.8	6.9	1.1		0.6	18.8	18.8	15.8
スロヴァキア保険会社	0.3	0.4	0.1		0.3	0.9		4.7
ハーバードグループ	12.9		17.6	5.0				

(出典) メイストジーク [7] p. 16.

第10表 8大金融機関の株式の構成比 (%)

企業名	クーポン私有化	外国資本	国家資産基金	その他
チェコ貯蓄銀行	37	0	40	23
チェコ投資銀行	52	0	45	3
総合信用銀行	52	0	45	3
商業銀行	53	0	44	3
チェコ保険会社	65	0	0	35
スロヴァキア投資銀行	52	0	45	3
ジブノステンカ銀行	43.6	52	0	4.4
スロヴァキア保険会社	48	0	37	15

(出典) KUPONOVÁ PRIVATIZACE, NO. 5, 1992.

親会社である金融機関が企業を支援することも十分考えられる。したがって、そこには日本で見られる「メインバンク制」に似た状況が成立する可能性が存在するのである(青木 [30] pp. 159-160, [31] p. 151, 寺西 [35] p. 91)。このような金融機関の支配が、現在ロシアで問題となっているインサイダー・コントロールを回避しえていることは確かであろう¹²⁾。

また企業に対する金融機関の影響力が現実どのように形成されるかは、一つには各企業の大株主である少数金融グループの間で、協調が行われるのか、それとも競争・対立が生じるのかなど、そこに今後どのような関係が形成されるかによるであろう。この問題については、第9表に示されるように、金融機関同士の株の持ち合いが見られ、さらにこれら有力金融機関の株式の40%近くを未だ政府（国家資産基金）が保有している点に留意しつつ、今後の展開を注意深く観察する必要があると思われる（第10表参照）¹³⁾。

以上のようにチェコ・スロヴァキアの第1期クーポン式私有化では、主に金融機関の設立した投資ファンドが総供給株式の約43%を獲得し、結果的にクーポン私有化が有力金融機関への株集中を短期間に実現せしめたことになる。同国において1989年の「ピロード革命」からわずか3年あまりで新たな形態の「金融資本支配」が出現したといえよう。

おわりに

これまで検討してきたように、第1期クーポン私有化の過程で、投資ファンドを媒介として主要金融機関が国民経済に大きな影響力を持つことになった。しかし、こうした急進的私有化によって、たしかに企業の所有権が一挙に国家の手から離れはしたものの、企業に実質的な資本の流入・蓄積がなかったのは明らかである。私有化大臣であったイェジェクでさえ、クーポン私有化は今後の資本蓄積の前提条件であると述べているにすぎない（イェジェク [32] p. 62）。国有企業私有化の主要目的の1つは、企業の活性化と生産の向上にあるにもかかわらず、このような早急な私有化では企業リストラクチャリングが先送りされるため、それは実現が困難なのである。クーポン私有化が「法律的私有化」であって「経済的私有化」でないと批判されるのはこの点にある（西村 [37] pp. 186-187）。実際に、小規模私的セクターを含めた私有化企業の3分の1が倒産状態といわれる中で¹⁴⁾、93年4月に議会で採択された破産法も実効性に乏しく、政府及び金融機関は経営不振企業に対して財政支援を続けて一斉倒産を回避してきたのが実状である。

またクラウスら急進改革派はクーポン私有化を成功裏に実施し、自らの改革理念に沿ったものであると正当化しているが、金融機関が企業の大株主となった点や主要金融機関の株式を国家が依然として40%前後保有している点は、一貫した自由主義的急進的経済改革の実施を主張するクラウスの理念と合致するのか疑問になるところである。

なお、本稿では省略した第2期株売出しについての紹介と分析は別の機会にゆずることとし、分離後のチェコ、スロヴァキアにおける、国家と金融機関との関係、金融機関と企業との関係、とりわけ株の持ち合いとメインバンク制の可能性、投資ファンドの活動、企業経営などの発展については今後の検討課題としたい。

- 1) 日搭貴昭「中欧諸国の国営企業の民営化の現状と課題」『海外投資研究所報』日本輸出入銀行1994年7月、前川守「チェコ及びスロヴァキアにおける私有化」『ロシア・東欧諸国の民営化と私企業の台頭』ロシア東欧貿易会1995年3月など。
- 2) ドロフィー経済相は約4兆コルナの資産価値に対し、国内資本が3000億コルナしかないと、国内資本の不足を指摘している（[1]）。
- 3) サックス・ハーバード大学教授は、「早急な私有化は企業管理を改善する必要よりも政治・経済的観点から必要とみなされる。私有化が実施されなければ、政府は特定の企業の特典の問題で何年も悩まされるだろう。なぜなら巨大国営企業はたやすく政治化するからだ。補助金の要求だけでなく、政治的に（巨大組織を背景に）パルチザンのように政府に抵抗するようになる」と述べている（サックス [18]）。さらにクラウスは体制転換期の環境の変化に旧態依然とした国営企業は対応できないと述べている（クラウス [3]）。
- 4) サックスは「明確な所有権を欠いているのに、誰が企業を構造転換に向かわせられるか」と指摘する（[38] p. 108）。
- 5) 大蔵次官ドルフチャークは反共産主義体制確立のためにこの点を強調した（[10]）。
- 6) 国営企業の私有化を逸早く実施しているハンガリーでは、国営企業の株の一般市民、外国資本への売却を私有化の基本方針としている。クラウスやトジスカ元蔵相顧問によると、同方式では巨大独占企業が工業生産の約97%を占めるチェコ・スロヴァキアでは国営企業の私有化には多くの時間がかかるとした（池本

[33] pp. 296-298 参照).

- 7) シーク [26], 第2次大戦直後の日本における証券民主化運動でも, 国民が保有していた株式は有力金融機関や企業等に集中した (青木 [31] p. 101 及び新美 [36]).
- 8) チェコ工業省大臣 J. プルバ [27], 彼は政府内の反クーポン論者の代表格.
- 9) イェジェク [32] p. 58, 誰がクーポン方式の考案者であるかについては, シュペイナール (元ピッツバーグ大教授, 現チェコ経済研究所所長) が89年後半頃より提唱していたという説, トジスカが80年代半ばよりもモノポリーゲームから思いついていたという説などであるが, 最終的にトジスカとイェジェクのアイデアが合体したものと推測される.
- 10) 例えばチェコ共和国の私有化省は90年5月にイェジェク1人で設立され, 7月には80名余りの職員が揃ったものの, そのうち国営企業の私有化計画をチェックする職員はその半数以下といわれており, 企業サイドの私有化計画作成能力, 政府サイドの計画評価能力の両面で私有化の実効可能性について当初から疑問視する声が多かった.
- 11) 1994年2月7日のイェジェクとの聞き取り調査.
- 12) 本節は青木 [31] 第6章に負うところが大きい. 青木は投資ファンドだけではインサイダー・コントロールへの歯止めには十分ではない (p. 170) と述べているが, 銀行がファンドを支配しているチェコの場合を注目している (p. 169).
- 13) 日本のメインバンク制の成立過程における政府と銀行の関係と, 今後のチェコにおける両者の関係との比較は興味深い課題となろう (寺西 [35] p. 87).
- 14) [19] p. 89, 期限超過債務は92年9月時点で1546億コルナにも及び (フルンチール他 [2]), 深刻な企業再編問題が生じていたため企業の不良債務を国立整理銀行に集め, 商業銀行の負担を軽減した.

参考文献

- [1] Dlouhy, V., "Jde o pokračování reformy, nikoliv o destrukci", *Hospodářské noviny*, 25 IX 1991.
- [2] Hrnčíř, M., Klacek, J., "Inter-Enterprise Indebtedness and Performance of banking System-the Czech Case" Presented to the Bucharest Workshop organized within the ACE Research Project, Feb. 1995, mineo.
- [3] Klaus, V., "Proč právě kuponová privatizace", *Hospodářské Noviny*, 2 IX, 1991.
- [4] Klaus, V., Pithart, P., Čič, M., "Navrh koncepce procesu odstáthění a priva-

- tizace*", V 1990.
- [5] Klaus, V., Ježek, T., "Social Criticism, False liberalism and Recent Social and Economic Changes in Czechoslovakia", Papered for project "Neoliberalism in Eastern Europe", organized by Institute fur die Wissenschaften vom Menschen, Oct., 1989, mimeo.
- [6] Mejstřík, M., "Vouchers, Buyouts, Auctions : The Battle for Privatization in Czechoslovakia" papered for International Workshop on Privatization Experince in Eastern Europe, United Nations and KOPINTO-DATORG, May 1993, mimeo.
- [7] Mejstřík, M., "CZECH INVEST FUNDS AS A PART OF FINANCIAL SECTOR AND THEIR ROLE IN PRIVATIZATION OF THE ECONOMY" Written for the Reform Round Table Sponsored by the International Center for Economic Growth and Foundation ECONOMICS, May 1994, mimeo.
- [8] Mejstřík, M., Laštovička, R., Marcinčin, A., "PRIVATIZATION AND OPENING THE CAPITAL MARKET IN THE CZECH AND SLOVAK REPUBLICS", CERGE Working paper No. 54, April 1994, mimeo.
- [9] Mládek, J., "VOUCHER PRIVATIZATION IN CHECHIA AND SLOVAKIA" PAPER FOR OECD ADVISORY GROUP ON PRIVATISATION, PARIS, MARCH 1994, mineo.
- [10] Rudlovčák, V., "Czechoslovak economy in transition", May 1990, mimeo.
- [11] "Nařízení Vlády o Vydávání Použití Investičních kuponu", *Hospodářské Noviny*, 9 X 1991.
- [12] Federální Ministerstvo financí, "Kuponová Privatizace : Informační příručka" X 1991.
- [13] "PRVÁ VINA KUPONOVÉ PRIVATIZACE V ČÍSLECH A FAKTECH" Centrum kupónové privatizace, 1994.
- [14] "Scénař ekonomické reformy", *Hospodářské noviny*, 4 IX 1990.
- [15] *Zákon o podmínkách převodu matetku státu na jiné osoby*, II 1991.
- [16] *Zákon, kterým se mění a doplňuje zákon c. 92/1991 sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby*, II 1992.
- [17] *Zákon o investičních společnostech a investičních fondech*, V 1992.
- [18] *IMF SURVEY*, 27 MAY 1991.
- [19] OECD ECONOMIC SURVEYS "THE CZECH AND SLOVAK REPUB-

LICS", OECD 1994.

- [20] *PLANECON REPORT*, NO. 50-52, DEC., 1992.
- [21] *Hospodářské Noviny*, 20 III 1990.
- [22] *Hospodářské Noviny*, 30 V 1990.
- [23] *Hospodářské Noviny*, 2 VII 1991.
- [24] *Hospodářské Noviny*, 14 XI 1991.
- [25] *Lidové Noviny*, 17 VIII 1990.
- [26] *ČSTK*, 23 I, 1992.
- [27] *ČSTK*, 4 II 1992.
- [28] *ČSTK*, 26 II 1992.
- [29] *ČSTK*, 23 IV 1992.
- [30] 青木昌彦『日本経済の制度分析』1992年.
- [31] 青木昌彦『経済システムの進化と多元性』1995年.
- [32] イエジエク「チェコスロヴァキアにおける体制転換」『経済セミナー』1994年11月
- [33] 池本修一「模索のチェコスロヴァキア経済改革」『世界』1990年12月.
- [34] 池本修一「チェコスロヴァキア—市場経済移行の現状と課題」西村可明編著『市場経済化と体制転換』日本貿易振興会, 1993年.
- [35] 寺西重郎「メインバンクシステム」岡崎哲二, 奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』1993年.
- [36] 新美一正「再考：証券民主化運動」『JAPN RESEARCH REVIEW』日本総合研究所 1993年1月.
- [37] 西村可明『社会主義から資本主義へ』1995年.
- [38] 対談「ソ連・東欧の危機脱出は可能か」『世界』1992年2月.

(一橋大学大学院博士課程)